

الجهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس- سطيف
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير



بالتعاون مع:

مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي

الملتقى العلمي الدولي
حول

115



أيام 20-21 أكتوبر 2009

عنوان المداخلة

طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية [2008]

من إعداد الباحث

الاسم واللقب : بن نعمون حمادو
الرتبة : أستاذ مساعد مكلف بالدروس
المؤسسة: كلية الاقتصاد وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة
العنوان: 12 شارع داودي عمار المنصورة قسنطينة
الهاتف: 0775167978
الفاكس: 031956613
البريد الالكتروني:benamoun_hamadou@hotmail.com

طبيعة الإصلاحات المالية والمصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008

الملخــــص:

*أظهرت أزمة الرهن العقاري (**Subprimes 2007**) ، والأزمة المالية النظامية (**2008**) التي أعقبتها واجتاحت بآثارها المدمرة معظم دول العالم بدرجات متفاوتة ، مدى هشاشة النظام المالي والمصرفي العالمي ، خاصة وان هذا الأخير تعرض طيلة الثلاث عقود السابقة إلى سلسلة من الأزمات والهزات كان السبب المشترك في وقوعها ؛ التحرير المالي المفرط وغياب القوانين الصارمة مما شجع المؤسسات المالية ، وخاصة البنوك، على اتخاذ المضاربة في الأسواق المالية أسلوب عمل ، ساعدها في ذلك الانتشار الكبير الذي عرفته المستجدات المالية وعلى رأسها المشتقات المالية، يضاف إلى ذلك ظهور مؤسسات جديدة كصناديق التحوط **Hedge Funds** التي صارت تلعب دورا سلبيا من خلال خلق حالة عدم استقرار في الأسواق المالية نتيجة طبيعتها المضاربة . لكن يجمع المختصون على أن ما يميز هذه الأزمة عن التي سبقتها هي فداحة الخسائر التي لحقت بالنظام المصرفي العالمي (2000 مليار دولار حسب أخر التقديرات) وعمق الأزمة الاقتصادية التي انجرت عنها والتي من المنتظر أن تطول (من 3- 5 سنوات) ، ويشددون على أن تكرار مثل هذه الأزمة في المستقبل سيدفع العالم إلى المجهول الذي لا تحمد عقباه ،و لتفادي ذلك ينصحون بضرورة اتخاذ مجموعة من التدابير وإجراء عدد من الإصلاحات الجذرية على النظام المالي والمصرفي العالمي تتلخص أهمها في :*

- ✓ *مراقبة وتقييد نشاط صناديق التحوط من خلال الرقابة الصارمة على الملاذات الضريبية **Les Paradis Fiscaux** التي تعتبر بمثابة القواعد الخافية لهذه المؤسسات المالية المضاربة.*
- ✓ *مراقبة أسواق المشتقات المالية **les Dérivés Financiers** ووقف العمل في الأسواق غير المنظمة منها **les Marches de gré a gré**.*
- ✓ *إعادة النظر في نشاط وكالات التنقيط **les Agences de Notation** لتكريس مبدأ الشفافية.*
- ✓ *تأطير البنوك في مجال تمويل النشاطات المضاربة لتفادي ظهور فقاعات المضاربة .*
- ✓ *تمكين كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي من لعب دور الحوكمة المالية على مستوى الأسواق المالية العالمية.*
- ✓ *إعادة النظر في المعايير المحاسبية الجديدة المطبقة في القطاع المالي في ضوء إفرازات الأزمة الحالية*

كل هذه الإصلاحات المقترحة وغيرها من شأنها الحفاظ على استقرار النظام المالي وتعزيز الإجراءات التي اتخذتها الدول على عجل لإنقاذ أنظمتها المصرفية من الانهيار ، لكن يبقى التساؤل المطروح هو: ما مدى قدرة الدول على تجسيد هده الإصلاحات في ظل اختلاف الآراء وتضارب المصالح ؟

Résumé

*A travers un constat exhaustive des effets désastreux de la crise des **Subprimes** et la crise systémique qui s'ensuivit, on ne peu que constatez le degré de fragilité du système financier et bancaire mondiale actuel qui d'ailleurs a été soumis les trois dernières décennies a de multiples crises ayant toutes pour causes ; le libéralisme financier outrancier et l'absence de règles strictes du fait de la déréglementation ce qui a encourager les institutions financières , et en particulier les banques, a adopter la spéculation sur les marches financiers comme l'essentiel de leurs activités, elle ont été aider en cela par l'essors phénoménale des innovations financières en particulier celui des produits dérives . A cela s'ajoute l'apparition de nouvelles institutions financières en particulier les **hedge funds** qui contribues à entretenir une situation d'instabilité sur les marchés financier a cause de la nature spéculative de leurs activités.*

Mais de l'avis de l'ensemble des analystes ce qui différencie cette crise des précédentes c'est l'énormité des pertes enregistres par le système financier mondiale (2000 milliards de $) et l'ampleur de la crise économique qui en découla et qui d'après les prévisions les plus optimistes durera entre 3-5 ans, ces même analystes affirme que l'éventualité d'une nouvelle crise de même ampleur dans l'avenir poussera le monde vers l'inconnu , ils conseille pour cela d'entamer au plus vite une reforme radicale du système bancaire et financier mondiale accès essentiellement sur :

- ✓ *Restreindre l'activité des hedge funds à travers l'éradication des paradis fiscaux qui sont utilisés par ces institutions comme bases arrière pour mener leurs activités en marge de toutes réglementation.*
- ✓ *Réorganiser les marches des dérivés en transférant l'essentiel des transactions sur les marches organises et museler les marches de gré a gré.*
- ✓ *Réformer les agences de notation en les soumettant à des mesures les contraignant a plus de transparence.*
- ✓ *Obliger les banques par une réglementation stricte a ne pas financer les activités spéculatives afin d'évite la formation de bulles.*

- ✓ *Donner les moyens nécessaires au FMI afin de lui permettre de jouer son rôle dans la gouvernance de la finance mondiale.*
- ✓ *Revoir les nouvelles normes comptables appliques au secteur financier.*

Toutes ces reformes, et bien d'autres, contribuerons a rétablir la stabilité financière et consoliderons les mesures prises individuellement dans l'urgence par les états pour éviter l'effondrement de leurs systèmes financier. Mais la question qui reste poser est : Quelle est la volante et la capacité de ces payes a dépasser leurs différents afin de concrétiser ces reformes ?

مقدمـــــــة:

تعيش الأسواق المالية العالمية منذ صيف سنة 2007 أخطر أزمة مالية عرفها العالم وذلك بإجماع كافة المختصين ، هذه الأزمة صارت تعرف بأزمة الرهن العقاري الأمريكي (Subprimes) لكونها بدأت من هنـــاك ، وجـــاءت كنتيجـــة للخسائر الفادحة التي منيت بها البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية، بسبب نوع معين من القروض العقارية الخطــرة الـــتي أقدمت هذه البنوك على تقديمها لفئة من المقترضين من ذوي الدخول الضعيفة أو غير المستقرة ، هذه الأزمة تحولت بداية من سنة 2008 و بسرعة مذهلة إلى أزمة مالية عالمية ، أي إلى أزمة مالية نظامية (Crise systémique) ، بعد انهيـــار بنك Lehmann Brothers أحد اكبر بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية ، والذي تسبب بدوره في إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية المتعاملة معه عبر العالم، ومن ثم انتشار حالة عدم استقرار و دعر مالي انعكست سلبا على معظم البورصات العالمية التي تراجعت مؤشراتها إلى مستويات غير مسبوقة إذ بلغت مجمل خسائرها حسب تقديرات صندوق النقد الدولي أكثر من 40.000 مليار دولار أمريكي . ونظرا للارتباط الوثيق بين الدائرة المالية والدائرة الحقيقية، فسرعان ما أعقبت الأزمة المالية أزمة اقتصادية تمثلت في موجة الكساد التي اجتاحت كل دول العالم بدرجات متفاوتة نتيجة تراجع حجم الائتمان بسبب ما تعيشه الأسواق المالية من تأزم.

إن عمق الأزمة و ضخامة الخسائر التي تسببت فيها (أكثر من 2000 مليار $) تطلب تدخل المباشر للـــدول لأنقـــذ أنظمتها المالية ، التي كانت على وشك الانهيار، لثبات عدم جدوى الأساليب التقليدية للسياسة النقدية التي عجزت على تقويم الاختلال ومعالجة أزمة السيولة التي أصبحت تعاني منها الأنظمة المالية وخاصة المصرفية منها . واتخذ هذا التدخل عدة أشكال تراوح بين أمداد البنوك بسيولة في شكل قروض بالسعر فائدة تقترب من الصفر، إلى إعادة رسملة بعض البنوك الأخرى مـــن خلال المساهمة في رأسمالها وتوصل الأمر في كثير من الحالات إلى اتخذ قرارات استثنائية ، لم يكن لأحد التكهن بها ، تمثلت في تأميم بعض البنوك في دول تمثل أقطاب الرأسمالية مثل بنـــك Northern rock البريطـــاني ، Dexia البلجيكـــي ، ومؤسستي إعادة التمويل الرهن العقاري Freddie Mac , Fannie Mae في الولايات المتحد الامريكية...

وعلى الرغم من المبالغ الهائلة (3000 مليار دولار) التي ضختها الدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية (Plan Paulson بـــ 700 مليار دولار) لدعم القطاع المصرفي إلا إن كل هذه الإجراءات إذا نجحت نسبيا في وقف انهيار الأنظمة المالية في تلك الدول فإنها لم تتمكن من إرجـــــــاع

الثقة للأسواق المالية وتخرجها من حالة الجمود والترقب الذي صار يطبعها ، فانهيار الثقة وغياب الشفافية عطل آلية الائتمان فتراجعت معدلات الاستهلاك و الاستثمار مم تسبب في تفاقم ظاهرة البطالة وتراجع معدلات النمو الاقتصادي العالمي وتعمق الكساد ،ولذا تطلب الأمر في المرحلة الثانية من مراحل موجهة إفرازات الأزمة وضع خطط من اجل إعادة بعث اقتصاديات الدول المتقدمة تجاوز مجموعها أكثر من 2000 مليار دولار أمريكي إلا أنها لم تجد نفعا. فالتقرير المؤرخ في (20 مارس 2009) لصندوق النقد الدولي تضمن دعوة للدول المتقدمة حثهم فيها إلى مضاعفة الجهود لدعم النمو الاقتصادي. فحسب

هذا التقرير فان النمو الاقتصادي العالمي سيتراجع في 2009 ليستعر في حدود (0,5% إلى 1%) ، ويعتبر ذلك أول موجة كساد عالمي بهذا الحدة مند الحرب العالمية الثانية،إذ من المتوقع أن تعرف الدول المتقدمة تراجع في الناتج الداخلي الخام PIB ،يقدر في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة تتراوح بين 3% إلى 3,5% و من% 2,6 إلى 5,8% في اليابان و3,2% في أوروبا . أما فيما يخص الاقتصاديات الناشئة فان معدل النمو الذي فاق 10% في السنوات السابقة من المتوقع أن يستقر هذه السنة في حدود 2,5%.

كما لم تسلم سنة 2010 من التوقعات المتشائمة لذلك شدد صندوق النقد الدولي على ضرورة التزام الدول المتقدمة بنصائحه المتمثلة في ضرورة تخصيص معدل 2% من PIB لهذه الدول لخطط دعم النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى ضرورة رفع رأسمال FMI لتمكينه من القيام بالدور المنوط به، خاصة مساعدة الدول التي تعاني من عجز في موازنتها.

لكن اجمع المحللون أن إرجاع الثقة للأسواق المالية يتطلب خطوة أخرى لا تقل أهمية عن سابقاتها تتمثل في تخليص البنوك من الأصول السامة(Les Actifs toxiques) الناتجة عن توريق القروض العقارية (CDO,CDS,RMBS....) و التي تثقل موازنتها و تعرقل عملها، هذا الإجراء أعلن عنه فعلا من قبل الإدارة الأمريكية في 2009/03/23 تحت تسمية خطة Gaithner، والمتمثلة في إنشاء صندوق مشترك بين الحكومة الأمريكية والقطاع الخاص لشراء هذه الأصول المتعثرة. لكن ضخامة حجم هذه الأصول وصعوبة حصر الرقم الدقيق لها (كون اغلبها عبارة عن أصول أو التزامات خارج الميزانية) كان سببا في التخلي عن هذه الخطة لفائدة إعادة رسملة البنوك.

لقد أوضحت الأزمة الحالية وما انجر عنها من تداعيات على القطاع المالي والاقتصاد العالمي بشكل عام ، محدودية الخطط المالية والاقتصادية التي وضعت من اجل مواجهتها على الرغم من ضخامة المبالغ المرصودة لهذا الغرض ، مما يؤكد ضرورة إجراء إصلاحات عميقة على النظام المالي العالمي، وإعادة النظر في قواعد العمل في الأسواق المالية والقوانين التي تحكم النشاط فيها ، فاتساع ظاهرة المضاربة و التعامل بالمستجدات المالية وانفتاح الأسواق وعولمتها ، تنبؤ بحتمية تكرار مثل هذه الأزمات و بآثار أكثر خطورة إن لم تتخذ إجراءات حزمة في هذا المجال ، و أهمها وضع تنظيمات وقوانين جديدة تنظم كل جوانب النشاط المالي والمتدخلين فيه و التخلي نهائيا عن فلسفة Alan Greenspan محافظ الخزينة الفدرالية الأمريكية FED (من1987 إلى 2006) التي سيطرت على أسلوب العمل في الأسواق المالية (خاصة الأمريكية منها) خلال الثلاث عقود السابقة ، والقائمة على فكرة عدم التدخل وتقييد نشاطها كونها تملك القدرة الذاتية على تقويم الاختلال ، و أن تدخل السلطة يكون فقط لمعالجة الأزمة عند وقوعها لكون أسبابها، حسب رأيه، خارجية عن الأسواق المالية les crises sont exogènes [(1)].

وقبل التطرق إلى طبيعة الإصلاحات المالية التي ينادي بها المختصون، والتي كانت محل مناقشات زعماء العالم في العديد من اللقاءات ، ومدى قدرتها على المعالجة الجذرية الأوضاع التي آلت إليها الأسواق المالية ، يجدر بنا أولا وقبل كل شيء التعرف على الأسباب الكامنة وراء حالة عدم استقرار الأسواق المالية والوثيرة العالية للازمات المالية خلال العقود الثلاث السابقة،(أزمة والستريت1987 ، الأزمة المكسيكية 1994، الأزمة الأسيوية 1997-1998 ، أزمة الانترنت 2000) وكذلك تشريح الأزمة الحالية وتبيان خصائصها :

أولا: الأسباب الكامنة وراء حالة عدم استقرار الأسواق المالية وتفاقم ظاهرة الأزمات

إن البحث في أسباب حالة عدم الاستقرار التي أصبحت تميز الأسواق المالية العالمية يستوجب الرجوع إلى الوراء عدد من السنوات و تحديدا إلى السبعينات من القرن الماضي، إذ تعتبر تلك العشرية نقطة تحول بالنسبة للأنظمة المالية، خاصة في الدول المتقدمة، بما عرفته من أحداث اقتصادية غاية في الأهمية تطلب الأمر التأقلم معها.هذه الأحداث يمكن إيجازها فيما يلي:

1) **تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف وارتفاع معدلات التضخم:** من المعلوم أن النظام النقدي(Bretton wood's) الذي تم وضعه سنة 1944 في أعقاب الاضطرابات المالية والنقدية التي عرفتها سنوات 1930 (ما بعد أزمة 1929) والذي أسس لنظام نقدي جديد تربط بموجبه العملات العالمية الفاعلة بالذهب والدولار، وكمحصلة لهذه الإجراءات خضعت السياسات النقدية لمختلف دول العالم لأهواء السياسة النقدية الأمريكية. لكن هذا النظام بدأ يظهر العديد من نقاط الضعف وفشل في معالجة المشاكل النقدية والاقتصادية المطروحة، فتخلت عنه تدريجيا معظم الدول الفاعلة إلى أن انهيار تمام سنة 1971 بإعلان الولايات المتحدة الأمريكية قرارها بإلغاء قابلية الدولار لتحويل إلى ذهب وتخفيض قيمته ومن ثم التحول تدريجيا إلى نظام الصرف المعوم الذي أصبح النظام الرسمي السائد بعد اجتماع جمايكا سنة 1976 . الوضعية الجديد هذه نجم عنها حالة من عدم الاستقرار في أسعار الصرف والفائدة وبروز ظاهرة التضخم بقوة مما استدعى تغير أيطار وأهداف السياسة النقدية خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ابتدءا من سنة 1979 مع تعيين Paul Vaulker على رأس FED ، وتمثل ذلك في قرار رفع أسعار الفائدة بهدف محاربة التضخم، واضطرت الدول الأوربية وغيرها من الدول الأخرى لاتخاذ نفس الإجراء ، مما أدى في بداية الأمر إلى دخول الاقتصاد العالمي في مرحلة الكساد ، وتفاقم أزمة الديون الخارجية للدول النامية (الأزمة المكسيكية سنة 1984) ، وعجز البنوك عن تلبية الحاجات التمويلية المتزايدة للحكومات والشركات الكبرى فاتجهت هذه الأخيرة للأسواق المالية الداخلية والخارجية بحثا عن مصادر تمويل جديدة أي اللجوء إلى البورصات لإصدار أوراق مالية (أسهم وسندات) توجه مباشرة للوحدات ذات الفوائض المالية بدلا من الاقتراض من البنوك كما دأبت عليه من قبل عندما كانت هذه الأخيرة تتمتع بشبه احتكار للوساطة المالية و تمثل تقريبا المصدر الوحيد لتمويل الاقتصاد. بالطبع أدى هذا الوضع الجديد إلى تراجع أهمية البنوك التجارية في تمويل الاقتصاد وتقليص مواردها وعائداتها، وعرفت هذه الظاهرة فيما بعد بظاهرة اللاوساطة La Désintermédiation [(2)] .

2) **الوثيرة العالية للمبتكرات المالية(Les Innovations Financières)** والذي ارتبط بشكل وثيق بالتطور الهائل الذي عرفته تكنولوجيا الإعلام والاتصال (NTIC) التي قلصت من وقت وتكاليف التعامل وإجراء الصفقات في الأسواق المالية،فساعد ذلك على تعميق ظاهرة اللاوساطة وسهل الحركة العالمية لانتقال رؤوس الأموال . وتعد المبتكرات المالية بمثابة المحرك الأساسي لكل التحولات والتطورات التي عرفتها الأسواق المالية. ويجب الإشارة هنا إلى أن أغلب المبتكرات المالية ليست مبتكرات جذرية أصيلة ، بل في أغلبها عبارة عن تحسينات أو إضافات تدخل على منتج قديم ، أي تضاف على هامش الخصائص القديمة . كما يجب تأكيد على أن من خصائص المبتكرات المالية والتي تميزها عن غيرها (الصناعية خاصة) هو طابعها الهجين Hybride، فهي في الغالب تجمع بين عدة ابتكارات في نفس الوقت: ابتكار سوق، منتج، أسلوب عمل...الخ.كما أن المبتكرات المالية لا تملك براءة اختراع أي أنها سهلة التقليد ومن ثم فإن دورة حياتها قصيرة جدا وهذا هو سبب الوتيرة العالمية لهذه المبتكرات.

و إذا كان السبب الأساسي المفسر لظهورها هو بالأساس تطور (NTIC) فإن التفسير النظري لنشأة المبتكرات المالية هو أم عامل الطلب، أي إن تطور أذواق وحاجات الزبائن بفعل التغير السريع في المحيط المالي والاقتصادي يجعلهم يطالبون بخصائص جديدة من شانها جعل المنتج المالي أكثر قدرة على الاستجابة لحاجاتهم مما يدفع بالمؤسسات المالية إلى إنشاء منتج جديد أو تعديل المنتج القديم ليحمل تلك الخصائص. كما قد يفسر سبب ظهور المبتكرات المالية كذلك من خلال مكترم العرض، أي أن الابتكار المالي مصدره المؤسسة المالية ذاتها إما :

- ❖ رغبة منها في مواجهة المنافسة وظفر بحصة اكبر من السوق أو الاحتفاظ بالمبادرة (First Mover Adventage) خاصة بعد احتدام المنافسة بين مختلف المؤسسات المالية بفعل رفع التخصص عن النشاط المالي La Déspécialisation de l'activité financière وفتح مجال العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (السوق النقدي، السوق رأسمالي)، وخارجيا بالسماح للمؤسسات المالية الأجنبية ممارسة النشاط المالي وكذلك تمكين المؤسسات المالية المحلية من الامتداد الجغرافي خارج حدود الدولة الواحدة.[3]

- ❖ محاولة الالتفاف حول القوانين التي تضعها السلطة المنظمة والتي تعتبرها البنوك وباقي مؤسسات السوق المالي مبالغ فيها و لا تتماشى ومعطيات السوق.فلملاحظ أن هناك سباق متواصل بين، من جهة، المؤسسات المالية التي تغير باستمرار طريقة عملها ونوعية منتجاتها المالية أخذتا بعين الاعتبار للإجراءات الفعلية أو المرتقبة للسلطات ،و من جهة أخرى، فان عدم جدوى القوانين السارية،نتيجة هذه المبتكرات المالية ، تدفع السلطة إلى تغيير القوانين لتأخذ بعين الاعتبار تلك المستجدات المالية وامتثالا للواقع الجديد الذي أنشأته هذه المبتكرات. و تشير الدراسات إلى أن هذا السباق غالبا ما يكون في صالح المؤسسات المالية لكونها أكثر سرعة في التحرك.[4]

ويعرف هذه الظاهرة في الأدبيات المالية بظاهرة تغير القوانين أو التحرير المالي، La Déréglementation وهي عبارة عن توجه عام لإلغاء أو تعديد القوانين والتنظيمات التي كانت تقيد عمل المؤسسات والأسواق المالية بشكل عام . وظهر هذا التوجه أولا في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية الثمانينات ثم انتقل إلى باقي دول العالم.والنتيجة المنطقية لهذا الوضع الجديد هي تعاظم المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية وزيادة حالات الإفلاس والفضائح المالية، لهذا السبب وبالموازاة مع ظاهرة تغير وإلغاء بعض القوانين ظهر اتجاه معاكس يهدف إلى وضع قوانين وتنظيمات جديدة la re-réglementation ، خاصة في مجال قواعد الاحتراس وسلامة النظام المالي ، واكتسبت هذه القوانين طابع عالمي إذ كانت تهدف إلى وضع قواعد ومعايير عالمية ملزمة لكل دول ، فتأسست لهذا الغرض هيأة دولية سميت **بلجنة بازل** Le comite de Bale في سنة 1974 وكان أول مقرراتها سنة 1988 وتمثل في وضع نسبة ملائمة عرف فيما بعد .بمعامل كوك Ratio Cooke بالإضافة إلى تشديد الإجراءات الخاصة بالسيولة والرقابة على الأنشطة المالية والمصرفية بشكل عام [5] .

❖ إدارة الأخطار، فزوال نظام الصرف الثابت والتقلب المستمر لأسعر صرف العملات و أسعار الفائدة نتيجة تغير توجهات السياسة النقدية في سبعينات القرن الماضي، زاد من تعرض المتعاملين خاصة في الأسواق المالية للأخطار بالأخص خطر سعر الفائدة وخطر سعر الصرف، ولمواجهة هـذا الوضـع الجديد استحدثت العديد من الأدوات التي مكنت المتدخلين في الأسواق الماليـة مـن إدارة هـذه الأخطار، وتجسد ذلك جليا في التطور السريع الذي عرفته المشتقات المالية و الأسواق الخاصة بها منذ 1970 فظهرت أول هذه المنتجات والمتمثلة في عمليات الصرف الأجل و هـي عقـود موافقـة بالتراضي Forward ، تلتها فيما بعد العقود الآجلة على العملات وهي عقود نموذجية تسـمى بالعقود المستقبلية (Futures) يتم تداولها في نوع أخر من الأسواق هي الأسـواق المنظمـة و أدرجت هذه العقود لأول مرة سنة 1972 في سوق شيكاغو CME [6]. بعد ذلـك ظهـرت مشتقات مالية أخرى سميت بعقود المبادلة Swaps و أخيرا عقود الخيـار Les contrats optionnelsبمختلـف أنواعهـا (Pain vanilla option)، Exotiques، Caps ، Floor، Swaptions, Coolar..الخ). [7]

وقد شملت هذه العقود بالإضـافة للعملات العديد من الأصـول التحتيـة (Les Actifs sous-Jacent) ابتدءا من المواد الأولية ، أسعار الفائدة والسـندات ، المؤشـرات ، الأسهم ، و منذ 1991 صممت عقود مبادلة لتغطيت خطر عدم الدفع عرفـت بـ Crédit Default Swap) CDS). [8]

مما سبق نستطيع القول أن المشتقات المالية بمختلف أنواعها تمثل أغلبية المبتكرات الماليـة نظـرا للتطور الكبير الذي شاهدته في السنوات القليلة الماضية، ويزيد من سرعة انتشارها تتزايـد وتنـوع المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون واستفحال ظاهرة المضاربة ، ناهيك عن أن هذه المنتجات الماليـة تسجل لدى المؤسسات المالية التي تبعها (أي تبيع التغطية) خارج الميزانية Hors Bilan مما يتيح لها عدم التقيد بقواعد الاحتراس .

3) الاستعمال المكثف للهندسة المالية وخاصة تقنية التوريق Securitisation, la Titrisation :

أن تنمي وتعقد الحاجات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية ، (خاصة تلك العملة في حقـل الابتكـار و التكنولوجية المتقدمة)، وقصور الطرق التمويلية التقليدية على تلبيتها ، دفع الأمـر بعـض المؤسسـات الماليـة المتخصصة إلى ابتكار وسائل تمويلية معقدة سميت بتقنيات الهندسة المالية Ingénierie Financière من بينها: التمويلات المتخصصة ، عمليات الاندماج والاستيلاء ،رأس المال المخاطر، عمليـات LBO [9] ، عمليات التوريق...الخ .

وتكتسي تقنية التوريق أهمية خاصة من بين التقنيات السابقة إذ يعتبرها المختصون عاملا أساسيا في زيـادة حجم التعاملات و الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية ابتداء من مطلع تسعينات القرن الماضي. والتوريق عبارة عن ميكانيزم مالي تستطيع بموجبه البنوك سحب جزء من أصولها المالية (القروض أساسا) الغير قابلة للتداول

من ميزانيتها ، والتنازل عنها لمؤسسة مالية ذات الغرض الخاص منشاة لهذا الغرض تسمى بمؤسسات أو صناديق التوريق(SPV,SPC) هدفها من ذلك الحصول على المزيد من السيولة والتقليل من المخاطر والحاجة للأموال الخاصة . فبواسطة هذه العملية يستطيع البنك، أو المؤسسة المالية بشكل عام، من تسويق (Marchéiser) أصول مالية (القروض) كانت من قبل غير قابلة للتداول، وذلك بتحويلها إلى أوراق مالية (سندات) مسندة بأصول مالية (قروض+ ضمانات) يتم تداولها في الأسواق المالية الثانوية، تعرف بـ ABS.[10]

و نظرا للطبيعة الخاصة والمعقدة لهاذ النوع من العمليات فإنها التنظيمات في كافة الأسواق المالية تفرض تدخل مؤسسات مالية أخرى لضمان حسن سيرها أهمها وكالات التنقيط أو تقييم الجدارة الائتمانية Agences de Notation ، التي تضع خبرتها تحت تصرف البنوك خاصة ما تعلق بالتكفل بتقييم محفظة الأصول المورقة و تزود السوق بمعلومات أساسية حول طبيعة الأصول المورقة و جودة الأوراق المالية المسندة لها ، يستفيد منها مختلف المتدخلون في اتحد قراراتهم الاستثمارية . هذه المعلومات تكون عادة عبارة عن نقطة(,AAA ....,AA,A,BBB,BB,B) يستدل من خلالها، وبسهولة، على مستوى الخطر الذي تمثله هذه الأصول المالية ومعدل العائد المطلوب عليها. و بفضل الدور الحيوي الذي تلعبه، أصبحت هذه الوكالات حاليا معلما من معالم الأسواق المالية العالمية، وعددها لا يتجاوز ست وكالات تحتكر هذا النشاط على المستوى العالمي أهمها. . Moody's, Standard & Poor ...[11]

وقد ساهم التوريق في تعميق و تكريس الاتجاه العام الذي انتهجته المؤسسات المالية، و بالأخص البنوك التجارية، في نشاطها و هو **الاتجاه نحو السوق**، فعملية التوريق تعني بالنسبة لها ؛ أنشاء أصول مالية (قروض) ضمن نشاط **وساطة الميزانية** ، ثم نقل هذه الأصول إلى السوق عن طريق تقنية التوريق ، لتصبح أوراق مالية متداولة تمنح للبنوك حرية كبيرة كون الضوابط القانونية التي تحكم السوق المالية أقل صرامة من تلك التي تحكم النشاط البنكي . و النتيجة هي إعادة هيكلة النشاط المصرفي ضمن ثلاث مجموعات من المهن أملتها الأهمية المتزايدة لتقنية التوريق هي :

- منح القروض ضمن مهنة بنك التجزئة Distribution de Credit
- توريق القروض باللجوء إلى الهندسة المالية من خلال مهنة بنك الاستثمار Montage Financier
- التكفل بتوزيع الأوراق المالية الناتجة عن عملية التوريق والاحتفاظ ببغضها من خلال مهنة إدارة الأصول Le Placement

4) العولمة المالية **La Globalisation financière** و اتساع ظاهرة المضاربة:

إن بداية التسعينات شهدت كذلك اتساع حركة العولمة المالية والتي تعتبر نتيجة طبيعية لكل التحولات السابقة التي عاشتها الأسواق المالية ، و أصبحت نتيجة لذلك تمتثل للقواعد الثلاث التالية :

- وحدة الزمن L'unité de temps: أي أن الأسواق المالية تعمل 24/24 ساعة، فعند إغلاق سوق يفتح سوق مالي آخر أبوبه للتعامل في مكان آخر من العالم، بحيث صار من الممكن إجراء

الصفقات المالية في أي ساعة من الليل أو النهار خاصة بعد صارت نفس الورقة المالية تدرج في عـــدة أسواق أي اعتماد الإدراج المتعدد La multicotation .

- ❖ وحدة المنتجات l'unité de produit: أي تماثل خصائص الأصول المالية المتداولة في الأســـواق المالية العالمية والسبب في ذلك هو إن الحجم الأكبر من التداول ينصب على أصول مالية مبتكرة (خاصة المشتقات) و التي يتم تقليدها بسرعة كونها غير محمية ببراءة اختراع.

- ❖ وحدة المكان unité de lieux: اتصال وترابط كبير بين الأســـواق كنتيجة للتطور الذي عرفتـــه (NTIC) ورفع الحواجز القانونية، توحيد القوانين وأساليب التعامل و الأنظـــــــمة الإلكترونيـــة المستعملة في إدارة الأسواق، إضافة إلى توفير وسائل تغطية مخاطر الصرف وإيجاد مؤسســـات تتكفـــل بعمليات المقاصة والتسوية عبر العالم Cleaning and Settlement [12].

أن تكريس عولمة الأسواق المالية زاد من حالة عدم الاستقرار وحدة ووتيرة الأزمات المالية نتيجـــة تنـــامي المخـــاطر بفعل اتساع ظـــاهرة المضاربة أو ما يـــعرف بفقاعات المـــــضاربةBulles speculatives Les . و تعرف هذه الظاهرة المالية بأنها تراكم الفرقان بين القيمة السوقية لأصل المالي وقيمته الأساســـية la valeur fondamentale، أي ابتعاد القيمة السوقية للأصل المالي عن قيمته الحقيقية. ويجب الإشارة هنا أن دورة حياة الفقاعة تشتمل مرحلتين:

- مرحلة الانتفاخ الذي قد يستغرق عدة سنوات ويتمثل، في واقع الأمر، في زيادة الطلب على أصل مالي معين نتيجة العائد المرتفع الذي يدره أو نتـــــيجة التوقعات المتفائلة بشأن قيمته في المستقبل.
- المرحلة الثانية هي مرحلة السقوط (Krach) أو انفجار الفقاعة الذي قد يكون مفاجئ نتيجة عدم وجود ارتباط أو علاقة منطقية بين الدائرة الحقيقية (الإنتاج، الاستثمار، التشغيل) وبين الدائرة المالية (الأسواق المالية) نتيجة حدة المضاربة المالية.[13]

ونشير هنا إلى أن ما يشجع على المضاربة وانتفاخ هذه الفقاعات هو الاستعمال المكثف للمشتقات الماليـــة، الأمر الذي من نتائجه تركز الأخطار في محفظة عدد من المتعاملين(المضاربين) الراغبين في تحمل المخاطر بحثا عن العائد الكبير، و من ثم إفلاسهم بمجرد تعرضهم لخطر عدم الدفع Risque de contrepartie أو لانهيار الأسعار ، هكذا تنتقل العدوى المالية La contagion financière من مؤسسة مالية إلى أخرى.

والعدوى المالية في الأسواق المالية الحالية تتم من خلال قناة الأسعار، أي تغير أسعار الأصول المالية ، وهذه العدوى تعرف كذلك ب"Effet domino " أو كرة الثلج "L'Effet boule de neige" بحيـــث تنتقل من متعامل أو مؤسسة مالية إلى أخرى إلى أن تصبح الأزمة أزمة نظامية "crise systémique " تمس النظام المالي برمته ، بل أكثر من ذلك فهي تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق وعولمتها وتأخـــذ الأزمة في هذه الحالة بعدا عالميا. [14]

وخطورة الأزمة النظامية تكمن في أنها تحمل خطرا كليا ، غير قابل للتحويل أو التنويع Risque macroéconomique, non diversifiable non transferable لأن المؤسسات المالية لا تستطيع في هذه الظروف اعتماد إستراتيجية تنويع الاستثمارات أو استعمال المشتقات المالية (كإستراتيجية لتحويل) لتقليل من الأخطار لان من خصائص الأزمة المالية النظامية ظهور خطر السيولة، أو أزمة السيولة و ما ينجر عنها من آثار سلبية على نشاط الأسواق المالية بشكل عام، و يتجلى ذلك في:

- تضائل عدد المتدخلين في السوق المالي أي فقدانه للعمق نتيجة انعدام الثقة.
- فقدان الأصول المالية للسيولة نتيجة انهيار أسعارها لارتباطها بمخاطر عالية .
- فقدان الأصول المالية لخاصية الشفافية (عدم وضوح الرؤية) ومن ثم يصبح السعر لا يعبر عن حقيقة قيمة الأصل المالي.[15]

5) تنامي أهمية المستثمرون المؤسساتيين والتكتلات المالية و إشكالية الحوكمة المالية:

إن تحرير الأنشطة المالية بسبب ظاهرة تغير القوانين وسماح بانتقال رؤوس الأموال ساهم في تنامي المنافسة و زاد من اتساع الأسواق المالية ، هذا الواقع شجع المستثمرون المؤسستين من بنوك ،شركات تامين وصناديق استثمار وتقاعد على توسيع نطق وحجم نشاطاتها . فالبنوك وسعت من نشاطاتها جغرافيا إلى مناطق جديدة داخليا وخارجيا، كما انتقلت، و بالموازاة مع نشاطها التقليدي، إلى التعامل بالأوراق المالية أو ما يسمى بنشاط السوقLes Activités de Marché، وهي مهن كانت من صميم اختصاص بنوك الاستثمار. هذا التنوع والتوسع في نشاط البنوك يعتبر نتيجة طبيعية لموجة لاندماج والاستيلاء التي عاشها النظام المصرفي خاصة في الدول المتقدمة في الثمانينات من القرن الماضي بسبب تزيد متطلبات رأس المال ، المنافسة ،ضرورة تقليص التكاليف ، التنويع وإدارة المخاطر و الاستفادة من دعم الدولة في ظروف الأزمات أو ما اصطلح على تسميتها بإستراتيجية Too big to fail [16] . فموجة التكتل من خلال الاستيلاء والاندماج التي اجتاحت النظام المصرفي العالمي قد حصرت النشاط المصرفي في عدد أقل من البنوك لكن لم يمس ذلك بأهمية القطاع، على العكس من ذلك فقد عرف نشاطه تزايد مستمر في السنوات الأخيرة.

كما عرف قطاع التأمينات تطورا كبيرا نتيجة الإقبال الكبير على منتجاته المتنوعة بسبب تنامي ثقافة التأمين في المجتمعات المتقدمة و كذلك بسبب العائد الكبير الذي تذره منتجات هذا القطاع مقارنة بالمنتجات التقليدية التي تقترحها البنوك (الودائع)، ولهذا السبب نشهد مند سنوات تقارب وتداخل بين نشاط البنوك وقطاع التأمينات بحيث أصبح الكلام حاليا عن قطاع جديد هو قطاع بنوك التأمينات La bancassurance هدا النوع الجديد من التكتل يعتبره المختصون في مجال المال ابتكارا ماليا غاية في الأهمية مكن القطاعين دمج قدراتهما و إدارة مواردهما بأكثر فعالية وعرض منتجات مالية متكاملة لفائدة زبائنهم ومن ثم أصبح هذا القطاع من القطاعات ذات الوزن الثقيل في الأسواق المالية خاصة في أوربا وبنسبة اقل في الولايات المتحدة الأمريكية . و اتخد هدا التكامل بين القطاعين العديد من الأشكال منها: اتفاقيات تعاون وتبادل الخبرات، المشاركة الثنائية في رأس المال..الخ.[17]

أما فيما يتعلق بنشاط صناديق الاستثمار(OPCVM) أو (Mutual Funds) فقد شهد تطــورا هائلا بحيث أصبحت هذه الهيئات المالية تتمتع بمكانة مرموقة في الأسواق المالية بالنظر لحجم محافظها الاســـتثمارية من الأوراق المالية المختلفة ، و العدد الكبير لهذه المؤسسات والتنوع الهائل في أسلوب عملها ابتداء من الصـــناديق المرتبطة بالمؤشرات Les Fonds Indicielle، إلى الصناديق المضــــــــاربة على اختلاف أنواعها أهمها ما تعرف بصناديق التحوط Hedge Funds ، والتي تشير الإحصاءات أن مجموع مجوداتها نمـــت منــذ 1998 بحوالي 29,40% سنويا لتصل سنة 2007 إلى 2,25 تريليون دولار أمريكي [(18)] ، 1,5 تريليون منها لصناديق أمريكية ، كما أن عدد هذا النوع من الصناديق فاق 11000 صندوق متوسط موجوداتها 200 مليون دولار، الأمر الذي خول لها التحكم في أسعر الأصول المالية والسيطرة على التعاملات في الأسواق المالية الكبرى فهي التي تقف وراء تفاقم ظاهرة المضاربة في الأسواق المالية إذ تمثل 85% من التعاملات في الديون المتعثرة و 80% مـــن حجم التعامل في أسواق المشتقات[(19)] .

ومع تنامي قوة وسيطرة المستثمرون المؤسساتيين أصبح هؤلاء يمارسون ضغطا كبيرا على المؤسسات من اجــل تزويدها بالمعلومات بشكل مفصل ومستمر حول مختلف جوانب نشاط المؤسسة ،ومن خلال حــق التصــويت يتدخلون في تعيين المسيرين وفي تحديد المكافآت الضخمة التي يحصلون عليها Les Bonus في حال نجاحهم ، كما لا يترددون في عزلهم إذا خالفوهم الرأي أو ينجحوا في توفير نسبة عائد المطلوبة على الأموال المستثمرة أو ما صار يعرف بـــ (15% ROE) . أمام هذا الواقع الجديد قد تضطر المؤسسات في بعض الأحيان إلا اعتمـــاد استراتيجيات عقيمة يكون الغرض منها توفير عائد سريع على حساب العائد في المدى البعيد،على سبيل المثـــال : التحول إلى قطاع نشاط أكثر خطورة ، تسريح العمال، الاستدانة والمبالغة في استعمال الرفع المالي ، إعادة شـــراء أسهمها من السوق وغيرها من الطرق التي تمكنها من رفع مرد وديتها المالية دون أن يغير ذلك من مـــرد وديتـــها الاقتصادية . ومن هنا يتبين وبوضوح قوة و هيمنة هته المؤسسات التي عادة ما تتهم بأنها قلبت مفهوم الحوكمـــة المالية رأسا على عقب و أصبحت تملي شروطها على المسيرين و حتى على الدولة كذلك التي بدورها تنازلت بفعل هذا الواقع الجديد عن جزء من سلطاتها وصلاحيتها لفائدتهم.[(20)]

ثانيا: أزمة الرهن العقاري(2007) والأزمة المالية النظامية(2008)

إن أزمة الرهن العقاري الأمريكي Subprimes (التي يعرفها البعض بأزمة التوريق) و الأزمة الماليـــة العالميـــة الـــتي أعقبتها، لا تختلف في جوهرها وأسبابها عن الأزمات المالية السابقة ، ما عدى فيما يتعلق بالقطاع الذي نشأت فيــــه فقاعـــة المضاربة (القطاع العقاري) وكذلك حجم وفداحة الخسائر التي لحقت بالأسواق والمؤسسات المالية ، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال استعراض و تحليل أسباب هذه الأزمة :

1)- ابتداء من ستة 2001 اندفعت البنوك الأمريكية و بقوة إلى تمويل القطاع العقاري بحثا عن اســـتخدامات جديـــدة و توسيعا لنشاطاتها في أعقاب أزمة(الأنترنيت2000) وما ألحقته من خسائر بالقطاع المالي، وكذلك استخداما أمثل لمواردهـــا بعد أن أصبحت البنوك تعاني من فائض في الأموال الخاصة، ساعدها على ذلك موقف المتساهل للإدارة الأمريكية التي شجعت مواطنيها على امتلاك العقارات من خلال سلسلة من الإعفاءات الضريبية والإعانات خاصة مـــن قبـــل الإدارة الفدراليـــة (Federal housing Administration) .و لم تكتفي البنوك بتقديم القروض للزبائن من ذوي القدرة على التسديد (Prime ، Alt1) بل وسعت نطاق تقديم القروض عقارية لفئة الأشـــخاص التي لا تتوفر فيهم شروط

الملاءة المعهودة والقدرة على تسديد الديون(ninja)، أي فئة الزبائن ذوي الدخل المتدني أو دوي الدخل غير المستقر ، الذين يشكلون درجة خطر عالية على المؤسسات المالية المقرضة ، تعرف هذه القروض بـــ Subprimes من خصائصـــها :سعر الفائدة المتغير بعد السنة الثانية و إمكانية الاقتراض محددا بالاعتماد على نفس الضمان عند زيادة قيمته السوقية، هـــذه القروض كانت تمثل في سنة 2006 نسبة 40% من إجمالي القروض العقارية الممنوحة [21]. إن سكوت السلطات الرقابية في الولايات المتحدة الأمريكية عن ذلك وسماحها للبنوك بعدم التقيد الحرفي بقواعد الاحتراس والمجازفة يعتبره المختصون بمثابة مواصلة لموجة تحرير المالي و تغير القوانين (La Déréglementation) التي بدأت في ثمانينات القرن الماضي وتسببت في حالة عدم الاستقرار.

2)- لجوء البنوك بعد منح هذه القروض إلى توريقها لأسباب عدة أهمها : التخلص من الأخطار التي تمثلها هذه القروض على البنك بإخراجها من ميزانيتها ،(وهذا ما يفسر عدم إعطاء البنوك أهمية لتحري حول ملاءة المقترض) ، الحصول على السيولة لمواصلة عمليات الإقراض وزيادة العائد خاصة في ضل انخفاض أسعار الفائدة مما يجعل تكلفة إعادة التمويل منخفضة ، التقليل من الحاجة للأموال الخاصة وتخلص من القيود القانونية. لكن وحتى تتمكن بنوك الاستثمار، المشرفة عادة علـــى عمليـــات التوريق، من توزيع الأوراق المالية المسندة للقروض العقارية من نوع MBS على مختلف فئات المستثمرين كان من الضروري الحصول على تقييم وكالات تقييم الجدارة الائتمانية التي ، وعلى الرغم من الخطورة الكبيرة التي تمثلها هذه القروض كما تم تبيانه من قبل، لم تتردد بالفعل في منح معظم هذه الأوراق المالية نقطة (AAA) بما فيها تلك التي يطلق عليهـــا مصـــطلح (CDO,collateralised bond obligation) وهي عبارة عن عملية إعادة تغليف الديون أي إصدار أوراق مالية مسندة إلى عدد كبير ومتنوع من الديون المورقــــــــة (CBO,CLO,CCO,CFO...)من ضمنها القروض العقارية من نوع(subprimes) . كما نالت نفس النقطة المنتجات الناشئة عن التوريـــق الاصـــطناعي (La Titrisation Synthétique) والمتمثلة في مشتقات الائتمان CDS. هذا التقييم لم يكن دقيقا لصعوبة حصر درجة خطر عدم الدفع Le Risque de défaut الذي تمثله هذه المبتكرات المالية التي يطلق عليهـــا مصـــطلح المنتجـــات المهيكلـــة Les Produits Structurés نظرا لحداثتها و طبيعتها المعقدة وافتقادها للشفافية[22] .

إضافة إلى ما سبق يجمع المختصون على أن التقييم لم يستند إلى معايير موضوعية فهذه الوكالات كانت تجمع في نفـــس الوقت بين وظيفة تقديم الاستشارات للبنوك حول تصميم هده المنتجات المهيكلة و تقييمها عندما يطلب منها البنك ذلك مع العلم أن هذا الأخير هو الذي يدفع لها عمولتها في الحالتين مما دفعها إلى التساهل و إعطاء نقاط جيدة على سبيل المحاباة ، أي تزويد السوق بمعلومات غير دقيقة تجعله يفتقد الشفافية ويبتعد عن الكفاءة و يساهم زعزعة الثقة بين المتعاملين.

3)- هذه التضخم في حجم الائتمان أدى إلى زيادة الطلب على العقار وارتفاع أسعاره و نشوء فقاعة مضاربة حول هـــذا القطاع ، الأمر الذي عزز موقف البنوك ودفعها إلى التمادي في هذه السياسة الائتمانية لاعتقادها أن القيمة المرتفعة للعقارات تعزز الضمان وتقلل من المخاطر التي يتحملها البنك .و بالموازاة مع ذلك لقيت الأوراق المالية الناتجة عن توريـــق القـــروض العقارية خاصة (CDO) ومشتقات الائتمان (CDS) رواجا كبيرا بعد التنقيط الجيد الذي حصلت عليه و قناعة السوق بأنها لا تحمل مخاطر عالية مقارنة بعوائدها المرتفعة ، إذ بلغ حجمها نهاية 2007 ما يقـــارب 3000 مليـــار دولار بالنسبة لأولاها و 58.888 مليار دولار للثانية حسب تقرير بنك التسويات الدولي BRI [23] . وبفعل عولمة الأسواق المالية تم اقتناء هذه الأصول المالية من قبل البنوك ، شركات تأمين و صناديق الاستثمار من مختلف الأسواق المالية عبر العالم .

ونشير هنا بالأخص إلى الدور الخاص الذي لعبته صناديق التحوط في تأجيج هذا السوق إذ كانت تحوز في محافظها سنة2007 على حوالي 46,5% من إجمالي المصدر من CDO .

4)- بروز التضخم وقيام البنك الفدرالي الأمريكي باتخاذ الإجراءات الوقائية من بينها الرقاع التدريجي لأسعار الفائدة مما تسبب توقف العديد من العائلات الأمريكية عن دفع مستحقات القروض و بالتالي تفاقم خطر عدم الدفع، تزامن ذلك مع انخفاض حاد في أسعار العقارات والأوراق المالية المسندة إليها ، والنتيجة كانت إفلاس العديد من البنوك و انهيار مؤسسات التوريق وضمان القروضFreddie-Mac و Fanny- Mae وتدخل السلطات الأمريكية لإنقاذها، بعد ذلك انتقلت العدوى المالية إلى باقي البنوك وصناديق الاستثمارية وشركات التأمين التي اقتنت الأوراق المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية والتي أطلق عليها فيما بعد مصطلح الأصول السامة Les Actifs Toxiques ،وكان إفلاس صندوقي استثمار تابعين لبنك الاستثمار الأمريكي Bear Stearns بمثابة الفتيل الذي أشعل الأزمة .

واجهت البنوك أزمة سيولة خطيرة بفعل انحصار نشاط السوق مابين البنوك ، و تدخل البنك الفدرالي الأمريكي ابتداء من أوت 2007 وكذلك البنك المركزي الأوروبي لضخ مبالغ هائلة بلغت (450 مليار دولار) من خلال السوق النقدي لتفادي وقوع أزمة نظامية ومعالجة أزمة السيولة التي أصبحت تعاني منها الأسواق المالية العالمية والأمريكية على الخصوص. كما خفضت FED سعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية المقدمة للبنوك التجارية بشكل تدريجي من 4.25% إلى 0.%.

على الرغم من الإجراءات السابقة لم تنحصر الأزمة المالية،بل زادت اتساعا وتعمقا خاصة بعد قرار السلطات الأمريكية عدم التدخل لأنقذ بنك Lehman Brothers ، أحد اكبر واهم البنوك الأمريكية والذي كان جزء كبير من نشاطه يتمثل في مهنة بنك الاستثمار من خلال التعامل في مشتقات الائتمان و الأصول المورقة . هذا القرار الذي لم يجد له المختصون مبررا تسبب في انهيار هذا البنك في بداية سنة 2008و انتشار الأزمة المالية من خلال أصوله إلى باقي الأسواق المالية العالمية وإعطاء الأزمة الطابع النظامي العلمي. فتراجع الائتمان بفعل ما صارت تعيشه الأسواق المالية من أزمة سيولة و انعدام الثقة ومن تم تحولت الأزمة المالية إلى أزمة اقتصادية مست الدائرة الحقيقية La sphère réelle فبدا العالم يعيش موجة كساد عارمة لم يشهدها مند أزمة 1929.

نستخلص من العرض السابق التقارب الكبير بين الأسباب العميقة التي تقف وراء عدم استقرار الأنظمة المصرفية و الأسواق المالية بشكل عام منذ 1970 من جهة والأسباب المفسرة للأزمة المالية الأخيرة من جهة أخرى ، فتحرير المالي المفرط بفعل التغيير المتواصل للقوانين ، الاستعمال المكثف للهندسة و المستجدات المالية ، استفحال ظاهرة المضاربة والسيطرة التي تمارسها صناديق التحوط على الأسواق المالية ، اللجوء المكثف للمشتقات المالية ،غياب الشفافية...الخ ،كلها أسباب نجدها وراء اندلاع الأزمات المالية في السنوات السابقة.

ثالثا: أهم الإجراءات المقترحة لإصلاح النظام المالي العالمي

لدلك و مباشرة بعد الانتهاء من وضع حيز التنفيذ الإجراءات الاستعجالية التي اتخذتها الحكومات لمنع انهيار أنظمتها المصرفية وإعادة تنشيط اقتصادياتها و إبعاد شبح الكساد، بدأ التفكير الجدي في ضرورة إدخال مجموعة من الإصلاحات المالية الجذرية لتجنيب العالم مثل هذه الهزات المدمرة التي تثبت الإحصاءات أن الخسائر التي تسببها في تزايد مستمر فد يصعب في المستقبل على اقتصاديات الدول استيعابها. فتوالت تحليلات و تصريحات الخبراء و كبار المسئولين من بينهم المدير العام لصندوق النقد الدولي (FMI) الذي أكد في خضم الأزمة أنه: ".. **لابد من تغير طريقة عمل النظام المالي ، يجب تغيير قواعد اللعبة**.." ، كما أكد الخبير السابق في البنك الدولي ومستشار الرئيس الأمريكي السابق كلينتون الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد Joseph Stiglitz في مقال في جريدة The Guardian بتاريخ 27/03/ 2009 على حتمية إصلاح

النظام المالي العالمي. بالموازاة مع ذلك عقدت العديد من الاجتماعات وعلى أعلى المستويات لمناقشة سبل إصلاح النظام المالي كان أهمها اجتماع G20 على مستوى رؤساء الدول في02 أفريل 2009 بلندن و الذي وضع الخطوط العريضة للحد الأدنى من الإصلاحات الواجب إجراءها. وإجمالا يمكن إيجاز أهم الإصلاحات المتداولة بين المختصين وأصحاب القرار فيما يلي :

المحور الأول: إعادة النظر في طريقة عمل وكالات التنقيط.

وكالات تقييم الجدارة الائتمانية عبارة عن مؤسسات خبرة واستشارة مالية يعود تاريخ نشأتها إلى سنة 1909 بالنسبة لمؤسسة Moody's و 1913 بالنسبة لمؤسسة Fitch وتعتبر هاتين المؤسستين بالإضافة إلى مؤسسة Standard & Poorاعرق و أقدم وكالات تنقيط في العالم. في بداية نشأتها كانت هذه المؤسسات تقدم خدماتها للمؤسسات مجانا إذ كانت تعتمد في مداخلها على الإشهار أساسا لكن سرعان ما تغير الأمر وأصبحت تقدم استشاراتها مقابل عمولات خاصة بعد تزايد أهمية للدور الذي أصبحت تؤديه في الأسواق المالية في تقييم الجدارة الائتمانية سواء للدول ، الجماعات المحلية ، المؤسسات الاقتصادية والمالية وكذلك الأصول المالية المختلفة . ابتداء من سنة1980 ، تاريخ انطلاق موجة التحرير المالي وظاهرة اللاوساطة، برزت أهمية هذه الوكالات وأصبحت معلما من معالم النظام المالي العالمي خاصة بعد الدور المحوري الذي أعطته اتفاقية(**بازل1**) سنة 1988 لهذه الوكالات في تقييم خطر الدفع ومن ثم تحديد متطلبات الأموال الخاصة بالنسبة للبنوك عند حساب معامل الملاءة المعروف بـ Ratio Cooke . في التسعينات ترسخت أهمية و دور وكالات التنقيط مع الانتشار الواسع لتقنيات الهندسة المالية و على رأسها تقنية التوريق ، فوكالات التنقيط حاضرة في كل مرحلة من مراحلها ابدءا من تقييم محفظة القروض وتحديد جودتها الائتمانية بواسطة نقطة ، وصولا إلى تقديم استشارات حول طريقة هيكلة الأوراق المالية المصدرة بتعيين مختلف الشرائح (Tranching) التي تتراوح بين الشريحة المضمونة (Senior:A) الشريحة المتوسطة الجودة (Mezzanine :B) والشريحة الرديئة (Junior- Subordonnées :C).

إذن المفروض أن دور وكالات التنقيط هو وضع المعلومات المتخصصة بحوزتها حول: الدول ، المؤسسات الاقتصادية و المالية، والأصول المالية المختلفة المتداولة والمصدرة حديثا ، تحت تصرف المستثمرين الذين يستعملونها أساسا في تحديد أسعار الأوراق المالية إذ من الصعب عليهم الوصول إلى ذلك بإمكانياتهم الخاصة في الوقت اللازم وبتكلفة مقبولة نظرا للعدد الهائل من الأوراق المالية المتداولة والاختلاف الكبير بينها ودرجة التعقيد التي وصلت إليها. من هذا المنطلق فان وكالات التنقيط تساهم في كفاءة الأسواق المالية بتوفير المعلومة الدقيقة للجميع وبتكلفة تقترب من الصفر.

لكن الأزمة الأخيرة أثبتت فشلها في هذه المهمة الحيوية فقد قامت وكالات التنقيط وبتساهل كبير بتقديم نقطة(AAA) لمعظم للأوراق المالية المسندة إلي قروض عقارية من نوع Subprimes كما لم تسارع بتخفيض هذه النقطة تدريجيا عندما بدأ السوق يتراجع بفعل تزايد حالات عدم الدفع ، الأخطر من هذا فقد تسببت الوكالات في بتعميق الأزمة عندما أقدمت فجأة على إجراء تخفيض كبير مرة واحدة
متسببة في انهيار السوق و حدوث الآثار المدمرة التي سبق الإشارة إليها. وتشير الدراسات أن ذلك راجع بالأساس إلى جملة من الأسباب منها:

- ✓ عدم ملائمة النموذج المستخدم لتقييم الأخطار الذي لم يأخذ في الحسبان خصوصية هذا النوع من السندات والتي لا يمكن تقييمها بنفس طريقة تقييم السندات العادية الصادرة عن المؤسسات الاقتصادية، فهذه الأخيرة تستقي جودتها من متانة المركز المالي للمصدر بالإضافة إلى الأوضاع الاقتصادية الكلية في المقابل فان تقييم السندات

الناتجة عن توريق القروض العقارية يستند أساسا إلى الدورات الاقتصادية وبالتالي فان قيمتها مرتبطة بشكل كبير بالأوضاع الاقتصادية الكلية.

- ✓ الاعتماد في حساب احتمال عدم الدفع بالنسبة للسندات صادرة عن المؤسسات على معلومات تاريخية لفترة زمنية طويلة تجعل التوقع دقيق و دو مصداقية، فيحين أن تقيم احتمال عدم الدفع بالنسبة لسندات المسندة للقروض العقارية اقتصر على معلومات حديثة لحداثة هده الأصول المالية كما أن هده المعلومات لم تشتمل إلا على فترة الرواج كون هده الأوراق المالية لم تعرف انتكاسات سابقة.
- ✓ مقررات بازل2 التي تنص على ضرورة الاعتماد على التقييم الخارجي(أي خبرة وكالات التنقيط) في تقييم أصول البنوك الصغيرة التي لا تملك نماذج تقييم داخلي للأخطار، دفع البنوك و اللوبيات المالية إلى الضغط على هذه الوكالات حتى ترفع من مستوى تقييمها للسندات وتتيح لهم بالتالي مجال استثمار أوسع في الأوراق المالية.
- ✓ مشكلة تضارب المصالح، فوكالات التنقيط تتقاضى عمولاتها أولا عند تقديم الاستشارات للبنوك حول طريقة هيكلة المنتجات المالية حتى يتمكن البنك من الحصول على النقطة التي يريدها، بعد ذلك تعرض هذه المنتجات المهيكلة للتقييم مقابل عمولة أخرى على نفس الوكالة التي ،حفاظا على مصالحها، تمنح نفس النقطة الموعودة.

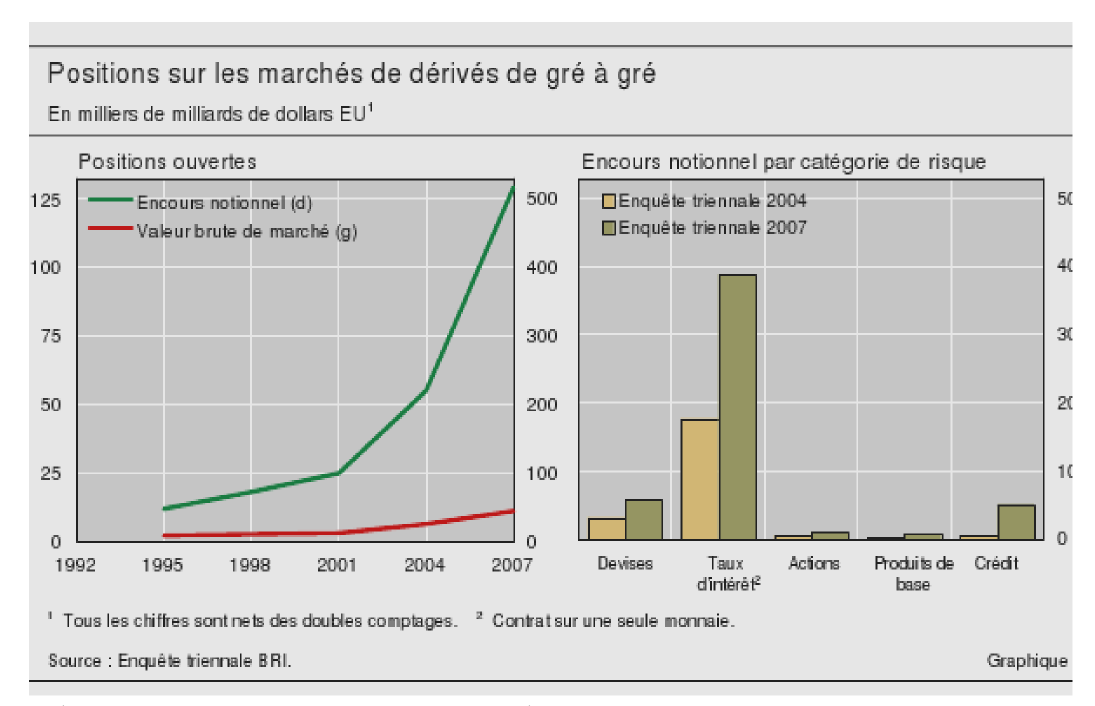
إن حل هذا الإشكال قد يتمثل وببساطة في الفصل بين مهمة التنقيط أو التقييم و الاستشارة بموجب قانون (مثل Glass-Steagall Act)، وكذلك كسر الاحتكار الذي تمارسه كبريات هذه الوكالات على هذا النشاط بفتح المجال للمنافسة و تسهيل إجراءات الحصول على الاعتماد لوكالات جديدة ومن تم سيتسنى للسوق معاقبة الوكالات التي تخفق في أداء مهمتها بان تفقد زبائنها أو حصتها في السوق أي بعبارة أخرى جعل الوكالة مسئولة عن النقطة التي تمنحها .ففي الولايات المتحدة الأمريكية بدا التفكير في هذا الصلاح سنة 2006 بمشروع قانون Credit Agency Reform Act والذي بدا العمل به من قبل SEC سنة2007 [24] . كذلك من الإصلاحات المقترحة بخصوص وكالات التنقيط ما يلي:

- إلزامها بتحسين طريقة تقييم الأصول المالية المهيكلة بوضع نماذج جديدة تتلاءم و الطبيعة الخاصة لهذه المنتجات.
- أن يحضر على الوكالات تقييم الأصول المهيكلة قبل الحصول على كافة المعلومات الضرورية لذلك.
- إجبار الوكالات على نشر كافة النقاط الممنوحة وكذا كل التعديلات التي أجريت من قبلها على هذه النقطة وبشفافية كاملة.
- خدمة لمصلحة المستثمرين وحرصا على تحقيق مبدأ كفاءة السوق من الضروري نشر كل المعلومات حول الأصول التحتية Les Actifs Sous-jacents التي تستند إليها المنتجات المهيكلة.
- الفصل بين النقاط الممنوحة للمنتجات المهيكلة و غيرها من الأصول المالية الأخرى بإعطائها رموز مميزة حرصا على رفع اللبس و حفاظا على مصالح المستثمرين.
- إلغاء إلزامية التنقيط في بعض المجالات تحجيما لدور وكالات التنقيط ، على غرار اعتماد نماذج التقييم الداخلي في اتفاقية **بازل2**.[25]

المحور الثاني: إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية

إن المنتجات المالية المشتقة وجدت أساسا من اجل توفير حماية للمستثمرين والمؤسسات الاقتصادية ضد الأخطار المالية(تقلب أسعار الفائدة ، أسعار الصرف، المواد الأولية ، المؤشرات ، خطر عدم الدفع...) وقد عرفت الأسواق الخاصة بهذه المنتجات المالية تطور كبير جعلتها مصدرا لأغلبية المبتكرات المالية منذ 1990، وتشير إحصاءات بنك التسويات الدولية BRI في تقريره المؤرخ في ديسمبر 2007 المعنون " **أهم توجهات**

النشاط المصرفي والمالي الدولي" أن حجم **الأسواق المنظمة** الخاصة بمختلف المشتقات المالية بلغ في نهاية الثلاثي الثالث من سنة 2007 ما قيمته 681.000 مليار دولار أمريكي!!, أما بالنسبة لأسواق عقود المفاوضة بالتراضي Les Marchés de Gré a Gré فيشير نفس التقرير السابق أن حجمها في نهاية الثلاثي الأول من سنة 2007 كان 516.000 مليار دولار بزيادة قدرها 135% عن ما كان عليه في سنة 2004 أي بمعدل نمو سنوي 33% سنويا منذ سنة 1995.(26) والشكل التالي يبين ذلك:



يتضح مما سبق النمو الرهيب الذي عرفته هذه الأسواق والذي جعلها تحتل مركز الصدارة بين الأسواق المالية بحيث يفوق حجم التداول فيها بعدة مرات حجم التداول في أسواق الأصول الحقيقية أو التحتية والسبب يكمن في تنامي حجم ونوعية الأخطار المغطاة ، استفحال ظاهرة المضاربة بالإضافة إلى أن منتجاتها المالية تنطوي على قيمة مضافة عالية بالمقارنة بالأصول المالية التقليدية،لكنها في نفس الوقت أكثر خطورة والدليل على ذلك ما تسببت فيه من خسائر في السنوات الأخيرة ونذكر منها على سبيل المثل لا الحصر:

- ✓ Baring Bank , 1994 1,3 مليار دولار
- ✓ Societe Generale , 2008 4,9 مليار أورو
- ✓ Les Fonds LTCM , 1998 حوالي 500 مليار دولار

سببها راجع في بعض الحالات إلا سوء تقدير الأخطار وفي البعض الأخر إلى التجاوزات القانونية، لكن في كل الحالات يمكن تفسير الحجم الكبير للخسائر بالاستعمال الكبير للرفع المالي. يضاف إلا ما سبق أن تعقد المنتجات المشتقة والاستعمال المفرط للنماذج الرياضية و الإحصائية المعقدة تعطي خطأ الانطباع لمستعملها بأنه يتحكم في الأخطار في حين أن كل الدراسات توصلت إلى استحالة التحكم باستمرار في كافة العوامل التي تأثر على النموذج المستعمل .

لكن ما زاد من خطورة أسواق المشتقات المالية في السنوات الأخيرة هو عنصر تركز الأخطار La concentration des Risques الذي عادة ما يكون سببا في ظهور الخطر النظامي. فالملاحظ أن في الأحوال العادية يتم توزيع الأخطار على الأطراف التي تقبل تحملها، لكن هذا لا يعني أن هذه الجهات أو المؤسسات تملك القدرة على تحمل

ذلك القدر من المخاطر، فاعتقادها أنها تملك التغطية الكافية قد يدفعها إلا تحمل المزيد. هذا التركيز الكبير للأخطار في محفظة واحدة أو طرف واحد قد يؤدي لسبب طارئ إلى حدوث حالة إفلاس التي تنتقل بفعل العدوى المالية إلى باقي مكونات النظام المالي متسببة في حدوث أزمة نظامية Crise Systémique ، وبالفعل تشير إحصاءات(Options Clearing Corporation)L'OCC أن في نهاية 2006 في الولايات المتحدة الأمريكية 98% من حجم التعاملات في سوق المشتقات المالية بيد خمس اكبر مؤسسات وهذا يتنافى طبعا مع المبدأ الذي قامت عليه المشتقات وهو توزيع الأخطار على كافة السوق .[27]

و لتفادي هذا الانزلاق الخطير هناك حاليا اقتراح تبنته الولايات المتحدة الأمريكية يتمثل في إعادة تنظيم أسواق المشتقات و اتخاذ التدابير الضرورية من اجل تحويل معظم الصفقات من الأسواق الغير منظمة نحو الأسواق المنظمة، أما ما يبقى من تعاملات في الأسواق غير المنظمة فيجب إخضاعه لرقابة صارمة لتفادي التراكم العشوائي للأخطار لدى طرف واحد يكون سبب في بروز الخطر النظامي.

وتبرز أهمية هذا الإجراء في أن الصفقات في الأسواق الغير منظمة متروكة للتفاوض بين المتدخلين وهذا يطرح عدة مشاكل من بينها عدم الشفافية التي تحيط الصفقات والتي تشجع البعض(خاصة المؤسسات المالية الكبرى) على المبالغة في تحمل المخاطر وتعريض النظام المالي للانهيار دون أن تتمكن السلطة الرقابية من التدخل لمنع ذلك كون الصفقات ثنائية غير معلنة مسجلة خارج الميزانية. في المقابل الصفقات في الأسواق المنظمة أكثر أمانا للطرفين إذ يراعى فيها التقيد الصارم بالتنظيمات والقوانين ، و الأهم من ذلك أن لهذه الأسواق المنظمة خصوصيته تكمن في وجود غرفة مقاصة La Chambre de Compensation تسهر على توازن السوق وتقلل من الأخطار بتوفرها للعناصر الايجابية التالية :

- تسجل لدى غرفة المقاصة إلزاميا كلفة الصفقات بيعا كانت أم شراء ، فهي تتوسط بين البائع والمشترى وتكون الطرف المقابل في كل صفقة وتجنب بذلك الطرفين خطر عدم الدفع. إضافة فان هذا التسجيل يوفر لغرفة المقاصة إحصاءات دقيقة بشان حجم الأخطار التي يتحملها كل طرف من الأطراف و من ثم يمكن لها أن تتدخل لمنع أي طرف من تحمل مخاطر تفوق قدراته و تعرضه لمتاعب مالية
- تفصل غرفة المقاصة بين خطر السوق وخطر عدم الدفع فيبقى الأول على مستوى المتعاملين أما خطر عدم الدفع فتتحمله هي بتجميعه من كل الأطراف(كونها طرفا في كل صفقة) ثم تلغيه بواسطة وسائل إدارة الخطر الملائمة منها :

أ- بان تحدد، و بالاتفاق مع إدارة السوق المعني، أقصى مدى يومي لتقلب الأسعار والذي يغلق السوق بمجرد تجاوزه (Limit UP- Limit Down)

ب-تلزم كل متعامل في السوق أن يقدم مبلغ كضمان يسمى بالهامش الابتدائي (Initial Margin) يساوي على الأقل قيمة التغير في الأسعار المسموح بها عن كل عقد.

ت-أن يدفع المتعامل هامش يومي (Variation Margin) الهدف منه إعادة تكوين مبلغ الضمان الابتدائي إذا تأكل بفعل تقلبات السوق. وبمجرد عجز أي متدخل عن ذلك تصفى وضعيته فورا وبالتالي ينحصر الخطر بالنسبة لغرفة المقاصة في تقلبات يوم واحد والذي يكون مغطى بالضمان المودع.[28]

المحور الثالث :مراقبة نشاط صناديق التحوط ومحاربة الملاذات الضريبية

كما سبق الإشارة إليه أصبح صناديق التحوط تشكل تهديد كبيرا على استقرار النظام المالي العالمي وهذا راجع كما اشرنا إليه إلى تزايد أعدادها وحجم الأصول التي تديرها ، لكن الأهم من كل ذلك أن خطورتها تكمن في خصائصها وأسلوب عملها و يمكن توضيح ذلك كما يلي:

أ- صناديق التحوط أداة استثمار جماعي تضم عدد محدود جدا من المستثمرين الأثرياء اللذين يبحثون عن معدلات عائد مرتفعة ،ونظرا لخطورتها و حفاظ على مصالح المستثمرين يحضر عليها الترويج لنشاطها.

ب- أغلبية هذه الصناديق مسجلة في الملاذات الضريبية **Les paradis Fiscaux** أي في دول لا تفرض عليها ضرائب ولا تخضعها لرقابة(***Off-shore***)، في حين أن إدارة هذه الصناديق يتم من قبل مسيرين في دولة أخرى مما يجعلها تفتقد للشفافية لأنها ليست ملزمة بنشر معلومات مفصلة حول محافظها كما لا تخضع إلى أي نوع من التنظيمات الخاصة ماعدا تلك التنظيمات التي تحكم التعامل في الأسواق التي تمارس فيها أنشطتها، و تعتبر بهذه الخصائص من أهم وسائل تبييض الأموال في العالم.

ت- الاستعمال المفرط للرفع المالي جعل المختصين يطلقون عليها مصطلح HLI (highly leveraged institutions) ويأخذ هذا الرفع المالي عدة أشكال:

- La vente à Découvert أو البيع على المكشوف وهي من ابرز نشاطات المضاربة وتعني إمكانية بيع أصل مالي في المستقبل دون امتلاكه بهدف إعادة شرائه بعد فترة إذا انخفض سعره وتحقيق إرباح ، لكن الخسائر في حالة عدم تحقق التوقعات تكون رهيبة.
- التعامل في المشتقات بهامش تغطية بسيط والذي لا يتجاوز في اغلب الأحيان 10% من قيمة الصفقة وهذا ما يضعف من قدرات هذه الصناديق خاصة أنها ليست مجبرة على مراعاة أي نوع من قواعد الاحتراس كتناسب بين الأصول و الأموال الخاصة.
- الاقتراض من البنوك وخاصة بنوك الاستثمار التي تعتبر الشريك الأهم لهذه الصناديق من خلال لعب دور **Prime Brokers** فهي تمنحها خطوط قرض كالقروض بضمان الوراق المالية Prêt sur Titres، توفير التغطية بواسطة المشتقات، منح الضمانات...
- تفرض هذه الصناديق عادة فترة Lock-Up لا يستطيع خلالها المستثمر التصرف بالبيع في حصته وهذا ما يعطي حرية اكبر للصندوق في تسيير إستراتيجيته ويقلل من الأموال المرصودة لإدارة خطر السيولة.
- إن استعمال الرفع المالي يضعف حجم أصولها 4 أو 5 أضعاف مما ينجم عنه تغير في سام الحجم Changement d'échelle dans la taille و يزيد من الدور الذي تلعبه هذه الصناديق في وقوع الأزمات(29)

ث- استعمالها للاستراتيجيات الإدارة البديلة لمحافظها La Gestion Alternative والتي تقوم على فكرة أخد وضعية بيع ووضعية شراء في نفس الوقت للأصول التي تعتقد أنها ابتعدت عن قيمتها الأساسية أو لوجود خلل في أسعارها كما تأخذ عدة أشكال: حسب اتجاه السوق Directionnelle ، حسب الأحداث Evénementiel ، التحكيم Arbitrage ....وكلها استراتيجيات تعرضها لمخاطر عالية بهدف تحقيق أقصى عائد خاصة وان مسيريها يتقاضون عمولة 2% عن قيمة الأصول المدارة و 20% من عائد المحفظة.

ج- تستعمل حق التصويت الذي تملكه في المؤسسات من اجل التأثير على قراراتها وسياساتها وهو ما يعرف بـــ (L'activisme actionnarial).[30]

إن العرض السابق لا يدع مجالا للشك في ضرورة الحد من ظاهرة انتشار صناديق التحوط والاقتراحات المتداولة بهذا الشأن تتمثل في مجموعة من الإجراءات أهمها :

- ✓ تعزيز التعاون الدولي للقضاء على الملاذات الضريبية لكونها الفضاءات التي تحتضن هـذا النـوع مـن الصناديق،فهي تمنحهم الحرية الكاملة لممارسة نشاطهم دون أي نوع من الرقابة وتمثل القواعد الخلفية التي تنطلق منها هذه الصناديق لزرع حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية العالمية.
- ✓ إلزام صناديق التحوط بالتقيد بقواعد الاحتراس خاصة ما تعلق بمراعاة حد أدنى للأموال الخاصة يتناسب وحجم الأصول على غرار ما هو معمول به في البنوك(Ratio Cooke)
- ✓ فمن شان مثل هذا الإجراء إرغام مسيري صناديق التحوط على التقليل من المخاطرة والاستعمال الجنوني للرفع المالي، فقد أثبتت الأزمة الحالية وقبلها الأزمة الأسيوية ، التي تسببت فيها صناديق التحوط من نوع LTCM (1997-1998)، أن الخطر النظامي لم يعد حكرا على النظام المصرفي فقط(كما كان يعتقد لكونه الوحيد المخول له تقبل الودائع) فحجم هذه الصناديق والعلاقة القوية التي تربطها بالنظام المصرفي جعلتها سبب في الخطر النظـامي ولذلك توجب إخضاعها لنفس القيود القانونية.
- ✓ إعادة تنظيم أسواق المشتقات المالية(كما أشير إليه في المحور الثاني) إجراء أساسي للحد من خطورة هده الصناديق التي تجد في هده الأسواق مجالا ملائما لتنفيـذ استراتيجياتها
- ✓
- ✓ المبنية على المضاربة خاصة في الأسواق غير المنظمة لما تتمتع به من عدم الشفافية وغياب الرقابة.
- ✓ وضع قيود على نشاط البنوك التجارية في تمويل صناديق التحوط (Prime Broker) وحرمانها بالتالي من أهم مصدر للرفع المالي.
- ✓ إعادة النظر في نظام مكافأة مسيري الصناديق والقائم على ربطها بالنتائج المتحصل عليها الأمـر الـذي يدفعهم إلى المزيد من المخاطرة لرفع العائد وبالتالي المكافأة.
- ✓ إلزام الصناديق على رفع الحد الأدنى لقيمة الحصص الأمر الذي من شانه تقليص عدد المستثمرين وحرمانها من جزء كبير من مواردها، كما يجب توعية المستثمرين وحثهم على الاهتمام بكيفية إدارة أموالهم والأخطـار الـتي يتحملونها ، إجراء من شأنه الحد من حرية المسير في المخاطرة أو ما يعرف بـــ (Due Diligence)[31].

المحور الرابع: إحكام الرقابة على النظام المصرفي

يحتل الجهاز المصرفي مركزا محوريا داخل النظام المالي وهو بذلك مصدرا دائما للخطر النظامي خاصة بعد التحـولات الكبيرة التي عرفتها الساحة المالية في السنوات الأخيرة و على رأسها التطور الكبير للمبتكرات المالية بفعل الانتشـار الواسـع للهندسة المالية. فتحول البنوك من بنوك تقليدية تعتمد بالأساس على تقبل الودائع ومنح القروض إلى بنوك شاملة أو بالأحرى بنوك تزاول العديد من المهن في نفس الوقت(مهنة بنك التجزئة ، بنك الاستثمار ، إدارة الأصول....) ،ينظر إليه البعض على انه إستراتيجية تنويع جيدة للتقليل من المخاطر، لكن أثبتت التجربة أن هذا الانتشار يعرض البنوك للمزيد من الأخطار لكون المهن الجديدة التي أدرجها البنك ضمن نشاطاته هي بالأساس مهـن الأوراق الماليـة Les Métiers de Titres أي نشاطات تتم في الأسواق المالية ولا تخضع إلى نفس القوانين الصارمة التي تحكم النشاط المصرفي التقليدي.

وتشير الدراسات أن الاستعمال المكثف لتقنية التوريق من قبل البنوك أهم عنصر ساهم في هذا التحول الجذري والسريع و شجعها علــى اعتمــاد نمــوذج (Originate-To-Distribute)[32] ، والــذي يقــوم علــى فكــرة مــنح القروض(originate) ثم إخراجها من الميزانية وتوزيعها على عدد كبير من المستثمرين في السوق(Distribute) و بالتالي توزيع الأخطار بشكل متساوي على كافة المتعاملين. هذا الطرح المنمق يتنافى والواقع الذي تعيشه البنوك حاليا فقد أظهــرت الأزمات السابقة والأزمة الحالية على حد سوى عدم صحة ذلك ، فإقدام البنوك على التوسع الكبير وغير المدروس في مــنح الائتمان في فترات الرواج يؤدي إلى إغراق السوق بالقروض الرديئة و يساهم في تشكل فقاعات المضاربة، والسبب يكمن في أن جل اهتمام البنوك ينصب أساسا على تحقيق العائد فهي لا تبدل العناية الكافية للتأكد من السمعة الائتمانية للمقترضــين لان أغلبية القروض التي تمنحها تتخلص منها مباشرة بعد ذلك عن طريق وتريقها ، فالبنوك انتقلت من النمــوذج التقليــدي القائم على مبدأ العلاقة القوية مع الزبائن والاحتفاظ بالقروض حتى الاستحقاق إلى مجرد موزع للقروض ومن ثم بائعا لهــا في سوق ثــانوي بطريقــة تفتقــد للشــفافية والمســؤولية مســاهمة في المــدى البعيــد في ظهــور خطــر Risque d'antisélection.[33] والاقتراحات المتداولة بشان الإصلاحات الواجب إجراؤها من اجل تفادي كل ذلك تتمثل في :

- ✓ تحميل البنوك تكاليف إضافية إذا زاد حجم قروضها لقطاع معين (العقاري مثلا) أو اتجاه طرف محدد (صناديق التحوط) عن سقف تحدده السلطة الرقابية ،كإجبارها على رفع نسبة الحد الأدنى للأموال الخاصــة مقابــل الاستخدامات إذ تم تجاوز هذا السقف حتى في حالة توريق القروض الممنوحة ، مثل هدا الإجراء سيقلل من انــدفاع البنوك ويحول دون تكوين فقاعات مضاربة حول القطاع المستهدف.
- ✓ إجبار البنوك التي تقوم بتوريق قروضها على الاحتفاظ في ميزانياتها بجزء من الأوراق المالية المسندة لهــذه القروض أي عدم إخراج الخطر كليا والإبقاء على جزء منه داخل البنك، كأن يلزم البنك بشراء نسبة مئوية من كل شريحة(CDO) يتم إصدارها أو كما هو الحال عندما يحتفظ البنك بالخطر الأول (Le premier Risque) بشرائه للأوراق المالية من فئة Junior:C . في مثل هده الظروف ستضطر البنوك إلى تحــري الســمعة الائتمانيــة لمقترضين لأنها معنية مباشرة بالخطر الذي يمثلونه، الأمر الذي من شانه تحسين نوعية القروض والأوراق المالية التي تسند إليها عند توريقها وفي النهاية سيخفض من حجم المخاطر في السوق.
- ✓ رفع كفاءة المراقبين في البنوك التجارية لتمكينهم من اكتشاف مواطن الخلل بسرعة ومعالجتها في حينها ، كما يجب تدعيم مركزهم بمنحهم المزيد من السلطة والاستقلالية ورفع مستوى مكافأتهم لجعلــهم في منــأى عــن الضغوطات خاصة وان الأحداث الأخيرة أكدت دور فشل أنظمة الرقابة الداخلية في ظهور الخطر التشغيلي .
- ✓ إعادة النظر في النماذج الإحصائية المستعملة من قبل البنوك في تقييم الأخطار في ضوء ما أفرزته الأزمــة الحالية وتحسين أنظمة المعلومات بحيث تكون قادرة على تزويد أدارة البنك في غضون بضع ســاعات فقــط بكــل المعلومات حول حصيلة الأخطار التي يتعرض لها البنك ككل يجب إعادة الاعتبار لنموذج التسيير القائم على الخــبرة ورجاحة العقل وتفادي الاعتماد الكلي على النماذج الإحصائية والرياضية التي انبثت محدوديتها.
- ✓ إعادة النظر في اتفاقية بازل2 ومعالجة خاصية الارتباط بالدورات (La Procyclicite) التي تميــز مقرراتها ،والتفكير الجدي في توسيع نطاق تطبيق هده الاتفاقية لتشمل كل نشاطات البنك التجاري ومهنه وكذا كافة المتدخلين في الأسواق المالية وعلى رأسهم صناديق الاستثمار بمختلف أنواعها و شركات التامين .
- ✓ على الرغم من أن تطبيق المعايير المحاسبية الجديدة (IAS/IFRS)في القطاع المالي كان الهدف منه أحكام الرقابة على نشاط البنك من قبل الأطراف ذات العلاقة و إضفاء المزيد من الشفافية على أعمالها إلا أن إفرازات الأزمة الحالية أظهرت ضرورة إعادة النظر في كيفية تطبيقها، فالانتقال من محاسبة تقليدية تقوم على مبدأ التكلفة التاريخية إلى نظام محاسبي يتبنى مفهوم جديد هو القيمة الحقيقية أو القيمة السوقية (La juste valeur) بتسجيل الأصــول

والخصوم بقيمتها حسب أسعار السوق ، نقل الانخفاض الحاد الذي عرفته الأصول المالية إبان الأزمة إلي ميزانية البنوك وتسبب في إفلاس وتعثر العديد منها على الرغم من متانة مركزها المالي الأمر الذي دفع المختصين إلى التأكيد على وجوب إدخال بعض التعديلات على هذه المعايير كاقتراح وقف العمل بمبدأ القيمة الحقيقية والعودة إلى القيمة التاريخية عندما تكون الأسواق المالية تعيش حالة عدم استقرار.[34]

المحور الخامس: عولمة الحوكمة المالية ومؤسساتها

موجة العولمة المالية التي بدأت في ثمانينات القرن الماضي استمرت بعد ذلك بسرعة متزايدة لتشمل كافة أوجه النشاط المالي وتزيد من ترابط الأنظمة المالية العالمية بعضها ببعض مما هيأ الأرضية الخصبة لانتقال العدوى المالية بينها وتحول الأزمات المالية إلى أزمات عالمية مدمرة .أن تفطن العالم لهذا الواقع الجديد و لضرورة العمل على معالجته كان لأول مرة سنة 1974 بإنشاء لجنة بازل للرقابة المصرفية والتي أسندت لها مهمة وضع معايير دولية للسلامة المصرفية كإجراء وقائي لمواجهة الآثار السلبية لظاهرة عولمة الأنظمة المصرفية التي تمثلت في إفلاس العديد من البنوك . لكن تحول جزء كبير من النشاط المالي بعد ذلك من القطاع المصرفي إلى أسواق رأس المال، تحت تأثير ظاهرة اللاوساطة وامتداد العولمة المالية إلى كل مكونا ت النظام المالي ، أدى إلى تعاظم أهمية مؤسسات مالية أخرى كبنوك وصناديق الاستثمار وشركات التامين...، و أصبحت هي كذلك مصدر للخطر النظامي خلافا لما كان يعتقد من قبل، لكن سرعة عولمة
المؤسسات والنشاط في الأسواق المالية لم تواكبه عولمة القوانين والتنظيمات و الهيآت الرقابية، هذا الفراغ زاد من تعقيد الأمور وصعوبة معالجة الأزمات عند وقوعها كونها تتطلب قرارات جماعية وتحتاج مؤسسات دولية للسهر على حسن تطبيقها و تنسيق الجهود بين مختلف الأطراف، وقد أثبتت الأزمة الأخيرة صحة هذا الطرح ، فقد واجهت الدول المتقدمة الأزمة المالية بصفوف متفرقة وبخطط مختلفة مما اضعف من فعليتها والأكثر من ذلك فقد أصبحت كل دولة تلقي باللوم على الأخرى بدعوى أنها لم تبدل الجهد الكافي.

فكرة مواجهة العولمة المالية و إعادة هيكلة النظام المالي العالمي تبلورت بشكل واضح في اجتماع G20 المنعقد في العاصمة البريطانية في أفريل 2009 والذي نصت مقرراته بهذا الشأن على:

- ✓ تدعيم دور و إمكانيات صندوق النقد الدوليFMI كهيأة رقابة دولية تسهر على متابعة تطبيق القرارات التي اتخذت وتضطلع بمهمة مراقبة الأخطار المالية على المستوى الكلي و التنسيق بين مختلف المؤسسات الدولية المعنية بالسهر على استقرار النظام المصرفي و المالي العالمي(Comite de Bale, Gafi, PICV/IOSCO).
- ✓ أنشاء مجلس الاستقرار المالي(Le Conseil de la Stabilité Financière) الذي يعوض"منتدى الاستقرار المالي"، الذي ظهر سنة 1999في أعقاب أزمة LTCM وكان يضم 12 عضو ممثلين عن اكبر المراكز المالية في العالم وفرض نفسه أن ذاك كالعقل المفكر لمعالجة الأزمات المالية ، وتحويل الهيئة الجديدة إلى هيئة دولية ذات مصداقية بتوسيعها لتشمل أعضاء جدد توكل لها مهمة رقابة الأسواق المالية ووضع المعايير الدولية بهذا الشأن .
- ✓ أن يعمل الصندوق على تنفيذ عمليات الإنذار المبكر(Early Warning Exercice) بالتعاون مع مجلس الاستقرار المالي بهدف تقدير مصادر التعرض للصدمات غير المتوقعة وتحديد ارتباطاتها بالمخاطر النظامية .[35]

وأخيرا يمكن القول أن الإصلاحات المالية الضرورية لتقويم النظام المالي العالمي لا تنحصر في المحاور الخمس السابقة فقط ، و أنه من الخطأ الاعتقاد أن هذا الموضوع جديد بل هو متداول بين المختصين منذ عدة سنوات لكن الفضل في طرحه بهذه الحدة يعود للازمة الأخيرة وتداعياتها ، وسؤال المطروح حاليا هو ما مدى جدية الدول خاصة المتقدمة منها في المضي قدما في

الإصلاحات ؟ ، فالمعطيات الحالية غير مطمئنة ، فبعد أكثر من أربعة أشهر من انعقاد مؤتمر G20 لم توضع أي من مقرراته حيز التنفيذ ، فأغلبية الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية أعطت الأولوية لخطط إعادة بعث اقتصادياتها على حساب الإصلاحات المالية لاعتبارات سياسية وتحت ضغط الرأي العام.كما يتخوف المختصين من أن التحسن الطفيف الذي سجلته المؤشرات الكلية في اروبا والولايات المتحدة الأمريكية ، في الثلاثي الثاني 2009 ، قد يخفف من حماسها و اندفاعها باتجاه الإصلاحات ، فما تداول مؤخرا من أخبار حول تحقيق كبريات البنوك الأمريكية لأرباح كبيرة وقيامها بتسديد القروض التي تحصلت عليها من الحكومة الفدرالية إلا دليل على نيتها في التملص من سيطرة الدولة والعودة إلى العمل وفق قواعد ما قبل الأزمة، يضاف إلى كل ما سبق مشكلة عدم تطابق الرأي بين الفريقين فرنسا وألمانيا من جهة و الولايات المتحد الأمريكية وبريطانيا من جهة أخرى حول مدى عمق الإصلاحات الواجب إجراؤها. والتساؤل السابق يبقى مطروح في انتظار ما سيسفر عليه الاجتماع المقبل لــ G20 في Pittsburgh بتاريخ 25/24 سبتمبر المقبل.

Références:

1- Joseph E. Stiglitz : " Quand le Capitalisme perd la tête " Librairie Arthéme Fayard, France, 2003, page 126-130.
2- Sylvie De Coussergués : " Gestion de la banque du diagnostique a la Stratégie " 4iem Édition, Dunod, Paris, 2005, page 7.
3- Gunther Capelle-Blancard, Nicole Couderc, Séverine Van de lanotte : " Les Marchés Financiers en fiches ", Editions Ellipeses, Paris, 2004, page 30-35.
4- Edward J. Kane:" Technological Regulatory forces in the developing fusion of Financial Services compétition" Journal of finance, Vol 39, juillet 1984, page 759-773.
5- Arnaud de Servigny :" Le risque de crédit : nouveaux enjeux bancaires", 2iem Edition, Dunod, Paris, page 178-179.
6- Michel Jura :" Techniques financières internationale" Dunod, Paris, 1999, page 164.
7- Robert Vedielhie :"Tout savoir sur les produits structurés" 4iem Edition, Lextenso Éditions, Paris, 2008, page 28-39.
8- Thierry Garnier, Corynne Jaffeux :"La Titrisation; Aspects Juridique et Financier " 2iem Édition, Economica, page 184-185.
9- Monder Chérif :" Ingénierie Financière et *Private Equity* " Revue Banque Edition, Paris, 2003, page 27-32.
10- Thierry Garnier, Op.cit, page 13-35.
11- http://fr.wikipedia.org/wiki/notation_financi%c3%A8re.
12- Peter S.Rose:" Money and capital markets" Sixth edition, Mc grow-Hill companies, USA, 2000, page 19-20.
13- George H.Hempel and Co, Op-Cit, page 122.
14- Tobias Adrian, Hyun Song Shin :" Liquidité et Contagion Financière " Revue de la Stabilité financière, Banque de France, No 11, Février 2008, Page 1-7.
15- Andrew Crockett :" Liquidité de Marché et Stabilité Financière " Revue de la stabilité Financière, Banque de France, No 11, Février 2008, page 15.
16- George G.Kaufman:" Too Big To Fail in Banking: What's Remains? "The Quarterly Review of Economics and Finance, Volume 42, 2002, page 423-436.
17- L .Paige Fields, Donald R.Fraser, and James W.Kolari: "Bidder Return in Bancassurance Mergers: Is There Evidences of Synergy? "Journal of Banking and Finance, December 2007, page 3646-3662.
18- Hedge Funds, International Services, London, 2008.
19- GOA 2008, Hedge Funds, United States Gouvernment Accountability Office, Report To congressional Requesters No GAO-08-200.
20-Gunther Capelle-Blancard et Co, Op.cit, page 48-49.
21- Sandra Moatti :" La machine a dettes " dossier Spécial crise, Revue Alternatives Economiques, No 274, Novembre 2008, Page 48.
22- Olivier Cousseran, Iméne Rahmouni :" Le marché des CDO : modalités de Fonctionnement et implications en termes de stabilité financière " Banque de France, Revue de la stabilité financière, No6, Juin 2005, page 47-67.
23- http://www.bis.org/pub/qtrpdf/r_qt0906b_fr.pdf?noframes=1.
24- Barry Eichengreen :" Dix questions a propos de la crise des prêts Supprimes " Banque De France, Revue de la stabilité financière, No 11, Février 2008, page 23-24.
25- http://ambafrance-us.org/img/pdf/agence_financiere/wew_027.pdf.
26- www.bis.org/press/p080609_fr.pdf.
27- Gunther Capelle-Blancard :" Les marchés dérivés sont-ils dangereux? " Document sur

Internet : http://leam.univ-paris1.fr/leamperso/capelle/les marchés sont-ils dangereux-Version académique.
28- http://fr.wikipédia.org/ww/index:php?title=contrat_%c3%ao_terme&.
29- André Cartapanis et Jérôme Teitetche :" Les hedge Funds et la crise financière Internationale" Revue d'économie financière, No spécial, juin 2008, page 1-12.
30- Andrew Crockett "Evolution et régulation des Hedge funds" Banque de France, revue De la stabilité financière N°= spécial hedge funds N°= 10 avril 2007, Page 19-29.
31- Axel A.Weber :"Hedge funds:un point de vue de banque central" Banque de France, Revue de la stabilité financière, N°= 10 Avril 2007, page 177-185.
32– Antje Berndt, Anurag Gupta "Moral Hazard and adverse selection in the originate – To –distribute model of bank credit." journal of monetary economies, volume 56, Juillet 2009 page 725-743.
33- Op.cit, page 725-743.
34- Franklin Allen et Elena Carletti:"La valorisation aux prix de marche convient- elle Aux Institutions financières?", Banque de France, Revue de la stabilité financière, N° 12, octobre 2008, page 1-9.
35- http://www imf.org/external/french/np/sec/fr/2009/pr09196F.htm.